

キャッシュフロー管理会計

——VBMについての一つの覚え書き——

小 林 哲 夫

は じ め に

第1節 キャッシュフロー管理会計の展開

第2節 VBMのメトリック：SVAとEVATM

第3節 ドイツにおける2つの事例

第4節 日本における適用状況

結びに代えて

は じ め に

近年、さまざまな理由でキャッシュフロー重視の経営の意義が強調されている。明らかに1つの理由は、不況が長期化し、破産が増大する状況のなかで、多くの企業が資金繰りに大きな注意を払う必要があるということである。また、長期的な不況に直面して大規模なリストラを行う必要が生じた場合、多額の退職金を支払ったり、臨時に巨額の支払いを行うために資金源をどのように確保するかということは避けて通れない問題である。しかし、キャッシュフロー重視の経営が強調される理由はそれだけではない。資金繰りに焦点を合わせた問題は短期的に対応する必要性が大きいですが、キャッシュフロー重視の経営という言葉は、短期的な対応と並んで、長期的な視野に基づく経営が行われるべきであるという意味を含んでいる。例えば、Rappaport(1998)は、株価を決める主たるファクターは四半期ごとの会計利益数値ではなく将

キーワード：キャッシュフロー管理会計，VBM，株主価値，SVA，EVATM

来のキャッシュフローの現在価値であるので、将来のキャッシュフローに焦点を合わせて経営を行う株主価値アプローチ (shareholder value approach) は長期的視点に立つ経営を意図するものであると主張している¹⁾。

本稿は、管理会計の視点に立ってキャッシュフロー会計の展開を論ずることを目的としているが、その背景には、株主価値の創造を志向するVBM (価値創造経営, value-based management) の展開がある。VBMはキャッシュフロー重視の経営と同義ではないが、キャッシュフローが伝統的な会計利益よりもより直接的に株主価値と結びつくという理由で、キャッシュフローの変化に焦点を合わせている²⁾。さらにVBMでは、特に資本市場の評価をマネジメントに反映させるために、たんにキャッシュフローの変化だけではなく、株主の価値を創造 (あるいは破壊) しているかを判定するために資本コストを用いた企業活動の評価を重視している。

しかしながら、本稿では、資本コストに基づく企業活動の評価だけを取り上げるのではなく、より広くVBMの前提となる管理会計のあり方を考察対象としている。また、ここでは、管理会計の視点に立って論じているので、株主や債権者による投資判断そのものは考察の対象とはしていない。例えば、財務諸表で公表される会計数値や特別に公表されるキャッシュフロー情報に株価がどのように反応するのかということはここでは取り上げない。株主や債権者の視点は、経営者が投資の意思決定を行ったり、その決定を実行する

1) Rappaportは、株式市場が四半期ごとに公表される会計の利益数値に反応するという理由で経営者が短期的利益に依拠して経営を行わなければならないと考えることは、市場の反応を誤って受け止めるものであると述べ、株式市場はむしろ将来のキャッシュフローに対する長期的な見方に立って株式の価値を決めていると指摘している (Rappaport, 1998, p.69-73)。なお、伝統的な会計数値に依拠する経営が短期的な視野で経営を行うのに対して、(現在及び将来の) キャッシュフローに基づいて企業の評価を行うことが長期的視野に基づく経営の誘因となるという主張は、VBMに関する文献の多くで見られる。例えば、Copeland et al. (1995, 2000), Stewart (1991) なども参照されたい。

2) Martin and Pettyは、「…多くの投資家は、重要なのはフリー・キャッシュフローであると感じるようになってきている。」 (Martin and Petty, 2000, p.50) と述べ、歴史的な会計報告書と殆ど関係のないフリー・キャッシュフローへの関心の高まりは投資家のフィロソフィーの変化を示すものであると指摘している。

組織内部の状況のなかで主として考慮している。そのような経営者の行動やマネジメントのあり方がさまざまな情報媒体あるいはアナリスト達を通じて企業の外部に伝えられたり、さらには株主総会などにおいて投資家によって取り上げられるということも本稿の議論の背景にあることは事実であるが、本稿の主たる考察対象は、I R (investor's relationship) 活動などのあり方ではなく、むしろ経営内部におけるマネジメント・コントロール・システムのあり方、より特定的にはそのマネジメントに関連したキャッシュフロー管理会計ということである。

本論文の構成は、次の通りである。まず次節では、キャッシュフロー管理会計に関して、以前から扱われてきた方法と最近におけるキャッシュフロー重視の経営に関連した管理会計を比較し、最近の展開の意味合いについて考察している。次いで、第2節で Rappaport の S V A と Stern Stewart 社が開発した E V ATMを中心として V B Mにおける測定尺度（メトリック）について簡単な説明を行った後、第3節と第4節では、V B Mが管理会計の実務に及ぼす影響について若干の適用事例や観察結果に基づいて考察を行っている。もっとも、筆者自身は、このテーマに関連して調査を行ったのはごく最近であり（院生の研究をサポートする目的で聞き取り調査の機会を持ったことが多い）、しかも、株主価値の創造を志向する V B Mそのものがまだ萌芽期にあり、今後の展開の可能性を確実に見通すことが困難であるという理由で、本稿は現時点での覚え書き的な研究（1つのノート）である。

第1節 キャッシュフロー管理会計の展開

キャッシュフローを扱う管理会計の理論や実務は特に最近になって見られるようになったというわけではない。キャッシュフロー管理会計に関連する理論や実務は、資金繰表や資金運用表、また投資計算の分野において古くから存在している。

Johnson and Kaplan(1987)によれば、アメリカでは、実際に日常業務に関連した現金収支の管理の進展はすでに19世紀の中頃以降鉄道企業や大量小売

業者の実務で観察されている。それらは、運転資本の管理を主とするものであったが、20世紀に入ると、例えば Du Pont Powder Company などにおいて、企業内の投資プロジェクトへの資源配分とそれに関連するキャッシュフローの管理が会計システムと結びついて行われるようになった。また、資本コストの概念も徐々に実務で考慮されるようになり、例えば1920年代のGMにおいては、追加的な投資に対しては、それに必要な追加的資本の経済的コストを少なくとも確保するように注意が払われるべきであるということも要求されていた(Johnson and Kaplan, 1987, p.102)。

もっとも、投資プロジェクトのキャッシュフローを計算利子率(資本コスト)で割引くということは、1930年代においては主として経済学の文献で論じられていた(例えば、Boulding(1936)参照)。いわゆる資本予算ないし設備投資の経済計算の方法として割引キャッシュフロー法(DCF法)が経営学の文献で本格的に論ぜられるようになったのは、Joel Deanの著書*Capital Budgeting* (1951)が出されてしばらく経ってからであり、管理会計の文献では1950年代の後半以後のことである。

その後、財務管理領域の管理会計は資本調達と資本運用という2つの部分に分けて扱われるようになったが、資本運用の部分では、営業活動に関連するキャッシュフローの管理が資金繰表(主として月次の現金資金の調達・運用を表す資金計算書)や資金運用表(主として年次に資金の源泉と用途を示す資金計算書)を通じて行われること、また長期資本支出の計画は長期資金計画や資本予算ないし設備投資計画として行われることが実務的な指針として明らかにされるようになっていった³⁾。なお、これらにかかわるキャッシュフローの計算は、1960年代中頃から、部分的ではあるが予算編成のシミュレーション・モデルのなかでコンピュータ化されるような動きも生まれた。さらに、1970年代の末頃、ボストン・コンサルティング・グループは、いわゆる P P M (Product Portfolio Management) という手法を開発した

3) 日本では、例えば1956年に通産省産業合理化審議会から出された答申「経営方針遂行のための利益計画」にそのような指針が示されている。

(Henderson(1979)参照)。それは、マーケットにおける製品の戦略的なポジションを考えながら、戦略的事業単位（SBU）間でのキャッシュフローの流れを戦略的にマネージするための手法であり、その考え方は今日でもかなり広く企業の実務に浸透している。それは、マーケットにおける事業や製品のポジションに基づいて戦略的なマネジメントを展開する場合、どのセグメントがより多くの資金を必要とし、どのセグメントが資金の供給源となるかを考慮する必要性に根ざしている。また、そのようなキャッシュフローの流れは、個別企業の内部における資源配分だけではなく、子会社や関連会社を含めた企業グループ全体を視野に入れて検討する必要がある。

以上の説明は、管理会計ないしそれに近接する領域でのキャッシュフローに関する従来の理論や実務を包括的に示すレビューではなく、むしろそれらの一端を示しているものに過ぎないが、このような説明からもある程度理解されるように、キャッシュフローに焦点を合わせた管理会計の技法や実務の多くは最近になってはじめて新しく考案されたということではない。

それでは、最近におけるキャッシュフロー重視の経営に関するキャッシュフロー管理会計のあり方はどこが従来と異なっているのだろうか。あるいはどのような見方で新たな方向を捉えるべきなのであろうか。

1つの重要な事柄は、近年における経済の動向や会計ビッグ・バンも強く影響していることであるが、キャッシュフローに関する情報の開示が大きく変化しようとしているということである。特に1990年代に入ってから見られる顕著な現象は、キャッシュフロー情報が企業外部に公表され、直接的、間接的に多くのステークホルダーに伝達されるようになったことである。これは国際的な動きであるが、周知のように、日本でも、1999年4月1日以降に始まる事業年度から、連結財務諸表を公表している上場会社は、基本的財務諸表の1つとして連結キャッシュフロー計算書を作成・公表することになった⁴⁾。しかも、多くの企業は、公表財務諸表やアニュアル・リポートだけで

4) 連結財務諸表を作成しない上場会社は、個別のキャッシュフロー計算書を作成・公表することになっている。

はなく、インターネットやプレス発表などの媒体さらにはアナリストを通じて、キャッシュフローを含むさまざまな情報を外部に公表する傾向を強めている。これに対して、1980年代までは、一般的には、キャッシュフローに関する情報の多くは経営内部のニーズに根ざすものであった。あるいは外部コンサルタントやアナリストが関与するとしても、その分析は、特定の債権者や企業内部のクライアント向けのものであることが多かった。

キャッシュフローに関する情報の作成と伝達を主として経営内部のニーズにのみ限定する場合と外部に広くその情報を開示・伝達する場合では、経営管理活動に対する影響が異なるであろう。最初の部分で述べたように、本稿ではIRのような外部向けの情報の伝達そのものを考察対象とはしていないが、開示・伝達される情報が多くなれば、それだけ経営活動の内容は外部から見てより透視的となる。それに伴って逆にさまざまなステークホルダーの反応を経営活動のなかで受け止める必要性が大きくなると考えられる。従業員達もまた自らの立場で、フリー・キャッシュフローならびにその使途に関心を持つようになる。しかも、キャッシュフローに関する情報は、損益や資産・負債に関する情報とは異なる判断材料であるので、その情報の公開は経営活動に対して新たな影響を及ぼすと考えられる。

フリー・キャッシュフロー (free cash flow, FCF) と呼ばれるものは、営業活動による税引後キャッシュフローから投資活動に振り向けられるキャッシュフローを控除した部分であり、財務活動で特別な考慮が必要な場合を除けば、株主への配当や株式消去などに当てられる資金となる。もし企業が必要以上にフリー・キャッシュフローを保有していて、経営者がそれを本来の経営活動以外の目的に充当するならば、株主価値が損なわれることになるが、フリー・キャッシュフローの大きさが外部から目に見えないとすると、そのような経営者の行動が問題視される可能性はそれだけ少ない。しかし、フリー・キャッシュフローに関する情報が開示されると、経営者は、フリー・キャッシュフローを本来の経営活動以外の目的に充当することは難しくなる。さらに、フリー・キャッシュフローの配分や流用だけではなく、営業活

動、投資活動に振り向けられたキャッシュフローの部分であっても、それが長期的に株主価値を破壊する恐れがあるとすれば、株主はそれらを問いたすことになる。

アメリカにおいては、年金ファンドや投資信託などの機関投資家集団が業績の悪い会社をターゲットとして株主価値を破壊する経営活動に攻撃をかけているのは、まさにそれを実際に示す例である⁵⁾。そのような動きは徐々にではあるが、日本の株主総会における機関投資家の発言にも現れつつある。その対応も含めて、企業あるいは企業グループは、積極的にキャッシュフローの源泉と用途を明確にしてIR活動を展開しつつある。それらの活動は、経営内部の管理活動にリンクしていなければならない。したがって、それは、経営内部に見られるキャッシュフロー管理会計の展開にもつながってくる。上述のように、従来においてもすでにキャッシュフロー管理会計の手法やモデルはある程度適用されていた。しかしいまや、多くの会社では、内部的な管理ニーズにだけ限定して適用するのではなく、外部のステークホルダーの要求に結びつけてそのツールやシステムを整備し、展開しなければならない。しかも、損益数値や資産・負債に関する情報だけではなく、個別企業と企業グループ全体にわたるキャッシュフロー情報をステークホルダーの反応とリンクさせて扱うことができる管理会計システムが要請されている。

5) 特に1990年代になって、アメリカでは、年金ファンドや投資信託などの機関投資家集団が株式を大量に所有するようになってきているが、これらの集団は、投資企業に対して積極的な活動を展開する株主として知られている。例えば、カリフォルニア州の公務員退職年金基金の組織であるCalPERSは、その基金の拠出者である退職年金受給者からの委任代理状を集めて、業績の悪い会社にさまざまなプレッシャーをかけ、それらの会社の経営のあり方を問いたす行動を強めている。これらについては、Rappaport(1998)、Copeland et al.(2000)のほか、特にMartin and Petty(2000)で詳しく説明されている。なお、アメリカにおいては、問題のある企業への攻撃はそれ以前にも盛んに行われているが、Stewartは、1980年代にLBOを用いて行われた企業の乗っ取り家によるコングロマリットの解体を顕著な例として説明している(Stewart(1998)邦訳、14-18頁、さらにMartin and Petty, 2000, p.12-13を参照)。

第2節 VBMのためのメトリック：SVAとEVATM

マネジメントに対する新しい要請は、従来からのツールやシステムの整備を必要とするだけでなく、それらを含みながらツールやシステムを新たに展開させることになる。それらのツールやシステムのコンポーネントは、まったく新しいものとはいえないが、それらが用いられるマネジメントのあり方は従来のツールやシステムの用い方とかなり異なっている。株主価値志向的なVBMは、そのマネジメントの考え方を表明している典型的な表現の1つである。

前述のように、VBMは、必ずしもキャッシュフローそのものの管理ではないが、株主価値が将来のキャッシュフローの割引現在価値である企業価値（あるいはコーポレート・バリューと呼ばれる）から導かれるので、企業が獲得する将来のキャッシュフローと概念的に強く結びついている。ちなみに、株主価値アプローチの主導者であるRappaport(1986, 1998)によれば、

株主価値 = コーポレート・バリュー - 負債の価値
であり、

コーポレート・バリュー =

予測期間における営業活動からのキャッシュフローの現在価値 +

残余値の現在価値 + 市場性のある有価証券

である (Rappaport, 1998, p.33)⁶⁾。そこで、株式価値は、営業活動からのキャッシュフローの予測と強く結びついている。

株主価値アプローチによれば、経営者は株主価値を増大させる経営を行うべきであるが、各期間の株主価値の増加部分は、SVA (shareholder value

6) この式の右辺の第1項は企業が具体的な経営活動の計画を行う予測期間（例えば5年～10年）における営業活動に基づくキャッシュフローの現在価値であり、第2項はその予測期間より後に生ずるすべての営業キャッシュフローの現在価値であり、第3項は経営活動にはさしあたり不必要で一時的に企業に留保されている市場性のある有価証券などの部分である。この式は、一般に、事業の価値を評価するための（割引）キャッシュフロー法（DCF法）に相応するものであるが、個々の項目の表現とその背後にある仮定は論者によって微妙に異なっている。例

added)と呼ばれている。したがって、経営者はSVAを高めるような意思決定を行うべきであり、また経営者報酬もSVAにリンクさせるべきであるということになる。

株主価値の増大という観点から企業業績の評価を行い、経営管理と結びつけるための指標にはRappaportのSVA以外にもいくつかの指標が展開されている。その中で、特に著名な指標は、コンサルティング企業のStern Stewart社の登録商品であるEVA/MVAである⁷⁾。

EVA (Economic Value Added)の算定式を簡略化して示すと、

$$EVA = \text{税引後営業利益 (NOPAT)} - \text{投下資本} \times (\text{加重平均資本コスト})$$

であり、形式的には1950年代以後しばらくの間GEで用いられた残余利益(residual income)⁸⁾に相応している。ただし、SVAと同じく証券市場でのリ

えば、第2項の残余値(residual value)の計算について、Rappaportは、ゴーイング・コンサーンを前提とする場合には、毎年得られると考えられる一定のキャッシュフローを資本コストで除して、計画期間末の残余値の価値を求め、さらにそれを現在時点にまで割り引くという方法が用いられるという説明を行っているが(Rappaport, 1998, p.41-42)、そのような計算は、競争的な市場では正常利益を上回る事業は新たな市場参入者を惹きつけるので、ある時点以後その事業では資本コストを上回る利益は獲得できないという仮定に基づいている。つまり、その予測期間は、競争優位が持続する期間という意味をもっている(このような期間の概念は、Stern Stewart社のEVAの計算にも見出される)。これに対して、Copeland et al.(2000)では、残余値という代わりに明示的な予測期間後の継続価値(continuing value)という表現を用いているが、その場合、計算する方法は状況によって異なっていて、必ずしもRappaportのこのような競争均衡という仮定は置かれていない(Copeland et al., 2000, p.267-272)。なお、Rappaportの式の第1項のキャッシュフローは、税引後営業利益(NOPAT: net operating profit after tax)から固定資本と運転資本の投資増加額を控除したものとして計算することができると説明されている。

- 7) EVA以外にも、いくつかの指標が展開されているが、それらについて網羅的に説明することは本稿の目的ではないので、ここではEVAのみを取り上げることにする。コンサルティング企業によって開発されている指標としては、Boston Consulting Groupによるキャッシュフロー投資利益率(CFROI: Cash-Flow Return on Investment)やトータル・ビジネス・リターン(TBR: Total Business Return)などがある。これらについては、Martin and Petty(2000)を参照されたい。
- 8) 特にSolomons(1965)参照。なお、残余利益方式は、日本の管理会計の文献でもよく紹介されている。例えば、谷(1983)参照。

スク評価を反映した自己資本と他人資本に対する加重平均資本コストを用いているほか、税引後営業利益（NOPAT）の計算においてさまざまな調整項目を含めながらキャッシュフロー基準に近接する配慮が示されている⁹⁾。

EVAとともに用いられるMVA (Market Value Added)は、企業の株式時価総額で示される企業の市場価値（MV: Market Value）から投資家が企業に投じた資本（経済的簿価¹⁰⁾）を控除したもの、つまり

$$MVA = \text{市場価値} - \text{投下資本}$$

であり、それは、将来獲得されるすべての期間のEVAの現在価値の合計に等しいと定義されている（Stewart, 1991, 邦訳161頁）。

このMVAは、Rappaport が定義する株主価値に相応する。株主は、単一期間のEVAではなく、将来のEVAの現在価値の総和すなわちMVAの最大化を望んでいるが（Martin and Petty, 2000, p.98-103）、実際に Stern Stewart 社がVBMの主たる業績尺度としているのは期間ごとのEVAである¹¹⁾。

期間ごとのEVAとRappaportのSVAを比較すると¹²⁾、1つの相違点は、SVAというメトリックでは、ある期間に行われた投資プロジェクトの意思決定に帰せられる企業価値の増加分のすべてがその意思決定が行われた時点で認識されるのに対して、EVAというメトリックでは、当該プロジェクトが実行される複数の期間を通じて実現した価値の増加分が期間ごとに認識・測定される。

9) 詳しくは、Stewart(1991)を参照されたい。なお、調整項目の多くは、Stern Stewart 社がコンサルティングを行うに当たって、クライアントの状況を見ながら選択的に適用されている。

10) 原則的には、現時点の貸借対照表に示されている普通株式の会計上の簿価に各種引当金の調整項目などからなる株主資本投下項目の金額を加減算して計算された簿価を指す（Stewart, 1991, 邦訳, 124及び184頁）。

11) Stewartによれば、MVAは企業のパフォーマンスの累積的尺度であり、EVAが内部的尺度であるのに対して、MVAは特に株主の期待を示す外部的尺度である。（Stewart, 1991, 邦訳161-165頁）

12) Rappaportは、彼のSVAモデルと残余利益方式のモデル（Stern Stewart 社のEVAを含む）との違いを3点指摘しているが（Rappaport, 1998, p.123-126）、それらは相互に関連している。

さらにこの点に関連するが、SVAでは、現在の事業を前提として、新たな投資の増減がない場合の将来のキャッシュフローの現在価値の総額が当初時点 t_0 の企業価値（ベースラインの価値）であると定義されるのに対して、EVAでは、当初の時点 t_0 で経済的簿価として示される資本価値がベースラインの価値である。

EVAでは、 t_0 時点で新たな投資が行われ、例えば設備が購入されると、第1期末の設備金額は当初の購入額から減価償却費を控除した額となり、この額が第2期の期首投下資本とそれに対する資本コストのチャージの計算に用いられる。投資額が大きい場合、当初の期間では、チャージされる資本コストの総額が大きいため、当初の期間のEVAはマイナスとなりやすく、逆に後の期間では将来のキャッシュ・フローが小さくても、EVAはプラスになる可能性が大きくなるということも指摘できる¹³⁾。

両者の違いは、業績評価や業績に基づく管理者の報酬にも関係する。すなわち、SVAでは投資プロジェクトについての意思決定があった時点で意思決定者が評価されるのに対して、EVAでは価値が実現した時点で業績が評価される。もっとも、これについては、Rappaport(1998, p.127-8)も指摘しているように、経営者や管理者の報酬をEVAの絶対額ではなく、その変動額で評価すれば、インセンティブ・システムとしては、この認識時点の相違が与える影響は小さくなる¹⁴⁾。

このように、SVAとEVAとの間に違いがあるとすれば、どちらが優れているかということが問題となる。Rappaportの立場に立てば、時点 t_0 で投

13) EVAに関連するこの傾向を改善する1つの方法としては、償却基金法によって減価償却を行うことが提案されている (Martin and Petty, 2000, p.138-144参照)。なお、一般に、成長性が大きい事業分野では、フリー・キャッシュフローはマイナスになる傾向がある。ただし、1つの事業分野で複数のプロジェクトが交差的に進行している場合には、この傾向は相殺される。

14) Op.cit, p.122-123. Stern Stewart社においても、EVAの絶対額ではなく、その変動額を用いれば、簿価を用いることによるEVAに関する欠陥は回避されと考えられているようである (Rappaport, 1998, p.127-128参照)。なお、EVAの変動額を用いるという点については、佐藤・飯泉・斉藤(2002, p.57-62)にも説得的な説明が示されている。

資支出が行われ、その時点で将来のキャッシュフローが決定されるのであれば、その時点で株主価値の変化が起こったのであるから、その後の時点で投資もキャッシュフローの変化もないとすれば、EVAのように以後の時点で部分的に付加価値の認識・測定を続けたり、それに基づいて経営者や管理者の報酬を決定するのは論理的ではないということになる。また、ベースラインの価値を簿価に置くのではなく、当初時点の市場価値をベースラインとして株主価値の変化を捉えるということは、株主価値の測定モデルとして正しいといえるだろう。

けれども、SVAだけでは株主価値がどのように実現しているかは経営プロセスのなかで検証できない。せいぜい事後的にその評価が正しかったかどうかは判定することができるだけである。これに対して、EVAは、概念的にMVAという外部評価に結びつくという説明もあるが¹⁵⁾、価値の実現のプロセスをモニターし、価値創造の進展を管理するということにより大きなウエイトが置かれている¹⁶⁾。実際に、期間ごとのEVAの数値を用いてVBMを考える場合の方が伝統的な管理会計の実務との結びつきを考えやすい。しかしながら、それだけでEVAモデルが優れているというわけではない。期間ごとのEVAによって組織内部の管理を進めていく一方で、SVAモデルあるいは割引キャッシュフロー(DCF)に基づいてトップが意思決定を行うことも考えられる。さらに、管理会計の実務に対するEVAモデルの有用性がまだ完全に証明されているわけではない。それらは、実証的に検討されるべきことである。また、キャッシュフロー情報が持つ意味をより広く考えてみなければならない。次節でも説明するように、株主価値を重視するとい

15) 計算式からも分かるように、当期のEVAと将来のEVAの現在価値の総和すなわちMVAとは必ずしも相関しない。この点については、例えばFernández(2002, p.291-311)を参照されたい。

16) Stewart(1991)では、企業の価値を現行事業の継続価値、負債の節税メリット、将来の事業計画よりもたらされる価値として考えるとともに、それらを包括する価値ドライバー・モデルを説明しているが、この価値ドライバー・モデルだけでは実用的でないとして、個別の年ごとに価値を推計するモデルとしてEVAモデルを示している。トップによる意思決定と事業分野の管理者による戦略の決定と実行の関係については佐藤・飯泉・斉藤(2002, p.37-38)も参照されたい。

っても、資本コストを明示的に計算する必然性を認めないで、キャッシュフローを透視的にすることの方がより基本的であると考えている企業も存在している。したがって、ここでは、Rappaport の S V A と Stern Stewart 社の E V A のどちらが優れているかということに論点を絞らないで、株主などのステークホルダーから見て情報の透視性を高めることが要求される近年の状況を背景としながらキャッシュフロー管理会計の現状をもう少し垣間見てみることにする。

第3節 ドイツにおける2つの事例

キャッシュフロー管理会計特に資本コストを考慮した V B M については、筆者も若干の適用事例を調査したが、それらについて述べる前にドイツ¹⁷⁾の文献で同一の雑誌に同時に紹介された2つの事例に簡単に触れておくことにしたい¹⁸⁾。この2つの事例を最初に示す理由は、そのうちの1社が資本コストでの評価よりも事業セグメント間のキャッシュフロー情報の重要性を説明し、他の1社がキャッシュフロー情報そのものよりも E V A の考え方を中心にその管理会計システムの説明を行っているからである。

E V A の考え方を適用しているのは、Siemens 株式会社のケース (Neubürger, 2000) であり、同社では、E V A と同様に、税引後営業利益から正味資産に対して資本コストを乗じた額を控除して、同社でいう営業価値貢献額 (Geschäftswertbeiträge, G W B[®]¹⁹⁾) という指標を導き出しこれを用いて各事業の価値付加額を計算している。同社の財務担当重役の Neubürger は、

17) ドイツでも、Stern Stewart 社の E V A をはじめとして株主価値に基づく V B M はポピュラーな話題となっている。また Rappaport (1986, 1998) のドイツ語訳書も出版され、学会の議論の対象となっている。もっとも、ドイツでは割引キャッシュフローに基づく企業評価 (Ertragswert として知られている) の理論と実務は古くから当然のこととして受け入れられている。そのこともあって、Rappaport の株主価値アプローチに対する批判も少なくない。これについては、例えば Raab (2001) を参照されたい。

18) アメリカにおける V B M の適用状況については、特に Martin and Petty (2000) を参照されたい。

19) G W B[®] は Siemens 社の登録商標である。

企業の判断にとって決定的な数値はMVAであるが、(1)上場企業ではない社内の事業ユニットに対して市場価値を測定することは困難である、(2)株式相場が直接的に反映されることは望ましくない、(3)マネジメントの意思決定に対する直接的な結びつきが目に見えない、(4)個々の管理変数となるバリュー・ドライバーとの関係が直接的ではないという理由で、社内の管理指標としては、MVAよりもGWBを用いていると説明している。MVAについてのこのような問題点は、EVAに関する説明でもすでに一般に指摘されていることであるが、ここではこの問題点は強く意識されているようである。

Siemens では、コンサルティングの活動分野を本来の事業活動分野、金融・不動産分野、年金ファンドの運用分野の3分野に分け、さらにそれぞれの分野における各種の事業をGWBを用いて管理しているが、各事業ユニットのGWBの目標値は、株式市場の期待を反映するものとして性格づけられている。その目標達成状況は四半期及び月ごとに分析評価されるが、GWBの絶対額ではなく、前期に対する変化額に焦点が当てられている。また、1997/1998年度の外部向けの報告で、GWBを用いて同社が価値志向的な管理システムを新たに導入したことが説明され、その後、上記の3分野を中心としてGWB尺度による業績の説明を外部に向けて行っている。さらに、シニア・マネジャーのボーナスの決定やストック・オプションの付与をGWBに基づいて行っており、将来はこれをすべての管理者に適用する予定であるということである。

Siemens の事例では、外部的な会計制度、特に国際的な標準をみることが重視されている一方、社内的には透視的で、理解しやすいものでなければならないことが強調されている。特に、GWBを計算する過程で取りあけられる計算要素のなかでは、複雑な会計的調整を加えない利子・税金控除前の営業利益(EBIT)が各事業活動の状況を明確に示すものとして重要であると述べられている。

このケースでは、キャッシュフロー会計についての説明は部分的にのみ行

われているだけである。ただし、投資プロジェクトの評価に当たって、プロジェクトがかかわる各年度の予想GWBを現在価値に割り引く計算が原理的にDCF法と同一の結果をもたらすという説明を付け加える一方²⁰⁾、GWBに基づく計算は、期間損益計算との直接的な結びつきを維持するとともに、投資の意思決定と期間業績の測定が同一の変数に基づいて行われるという点に大きな長所があると指摘している。

次に、Mannesmann株式会社のケースであるが(Esser, 2000)、同社の取締役であるEsserは、Mannesmannで用いられているVIP (Value Increase Process)というマネジメントのツールは、内部管理と外部管理とを調和させることがその重要なコンポーネントとなっており、株主によって提供された資本の価値を高めることがこのツールの出発点に置かれていると説明している。けれども、同社の管理会計が焦点を合わせている中心的な部分は、SBUを通じての製品や事業にかかわる戦略的なポートフォリオ・マネジメントである。Mannesmannの主要な事業セグメントは、エンジニアリング、自動車、電気通信、パイプの4つのセグメントである。さらにその下のレベルには多くの事業分野が含まれているが、それらの事業分野の中には、成熟SBUと成長段階のSBUが混在している。

VIPで用いられる最も中心的な変数は粗営業資産(BBV, gross operating asset) 利益率であるが、それ以外に、正味キャッシュフロー(投資支出控除後の収支差額)、非財務的な戦略的指標を含むバリュー・ドライバーが重要な管理上の変数である。粗営業資産利益率は、一種の使用資産利益率

20) ドイツでは、経営管理目的のために期間損益計算に拘束資本に対する計算上の利子を考慮するという理論、実務があり、投資計算でも、キャッシュフローの代わりに、そのような期間利益数値を現在時点に割り引いて投資プロジェクトの価値を算定する方法が見られる。これについて、Lücke(1955, 1965, 1991)は、一定の条件がみたされる場合、2つの割引計算が同一の投資価値をもたらすということを証明している。この定理はLucke 定理と呼ばれているが、Siemens のケースでこのことに触れていることは、少なくとも執筆者のNeubürger がGWBとキャッシュフローの結びつきを意識している1つの証拠と見ることもできるかも知れない。

(ROAE)といえるが、分子の利益は、税金・利子・のれん償却費控除前の営業利益(EBITA)であり、分母には資産の取得価額が置かれている。EBITAを用いる理由は、できる限り財務的な活動を反映させないで、資産の有効な利用を測定しようとするためであると説明されている。

正味キャッシュフローは、粗営業資産利益率と組み合わせて用いられる。例えば、明らかに持続的な成長があると判断される事業分野では正味キャッシュフローは典型的にマイナスの値を示すが、それは健全な成長戦略を表現するシグナルとして理解される。逆に明確な成長機会が見込めない事業分野は、マイナスの正味キャッシュフローを示してはならないという判断が下される。プラスのキャッシュフローを示す分野でも、その分野がキャッシュフローの源泉として位置づけられ、売却の対象となることもある。他方、成長が予想され、正味キャッシュフローがマイナスの事業分野は、将来的に粗営業資産利益率が高まることが期待される。つまり、粗営業資産利益率は、そのような事業分野を収益力のある分野へと橋渡しを行うための指標でもある。

Mannesmannでは個別投資の意思決定のためにDCF法を用いているが、VIPのシステムでは、資本コストの概念は重視されていない。それは、資本コストを正確に測定することが困難であるということ、またその正確な測定に意味があるという状況もあまり見られないためである。Esserは、「株式の所有者は資本コストによる経営の最適化を要求しているのではなく、彼等が要求しているのは、実現可能な将来の成果のポテンシャルの活用、特にすでに現時点で企業の市場価値に含まれている将来のチャンスの活用である。この場合、2つの企業間に存在する最大の違いは、資本コストの違いではなく、必要な成果(利回りと成長率)への野心である。」と述べている(Esser, 2000, p.180)。

以上、ドイツの2つの事例の内容を簡単に紹介したが、Siemens, Mannesmannの両社は、ともにグローバルに事業を展開している大規模な会社であって、国際的な会計基準を尊重しながら、株主に対してそれぞれの企業グループ内での株主価値の創造を高い透明度で伝えようとしている点で共通して

いる。また、それぞれの組織内部でその価値創造の理念を浸透させることに多くの努力を行っていることも共通している。しかしながら、ここで取り上げた論文で見える限りでは、両社の管理会計システムの焦点が少し異なっていると感じられる。特に、Siemens では資本コストを反映した上での価値付加額としての成果の増減が強調されているのに対して、Mannesmann では資本コストを明示的に計算することを重視していない。また、Mannesmann では、製品や事業のポートフォリオ・マネジメントに対してキャッシュフローの大きさとその流れを管理会計システムの重要な構成部分としているのに対して、Siemens ではそのような説明は見られない。もちろん、論文の執筆者の関心や記述方法の違いを反映している余地が多分にあるが、これらの記述から、株主価値の創造を表明しているVBMとキャッシュフロー管理会計のあり方といっても、実際には会社によってあるいはその経営環境によっては違いがあるということはある程度推測されるであろう。

第4節 日本における適用状況

日本でも、1990年代の後半になって、株主価値を何らかの形で考慮した企業が増えてきている（小倉(2000)参照）。その中には、花王やソニーのようにStern Stewart社と契約を結びEVATMを導入した企業もあれば、EVAを参考にしながら、独自に株主価値を考案した企業も存在する。また、いくつかの企業の事例がすでに紹介されていて、日本における株主価値を考慮したVBM及びそれに関連したキャッシュフロー管理会計の状況も次第に明らかにされつつあるが、それらの事例を見る限り、VBM及びそれに関連したキャッシュフロー管理会計のあり方は必ずしも一様ではない。

小倉(2000)が説明しているように、Stern Stewart社が開発したEVATMでは、通常の会計制度で得られる数値に調整を加えていくと、そこで計算される税引後営業利益（NOPAT）は、ゴーイング・コンサーンを前提とすると、営業キャッシュフローから必要な投資額（減価償却費に相当）を控除したフリー・キャッシュフローに近づいていく。したがって、よく調整され

たEVAを用いるならば、キャッシュフローを重視した管理会計が展開される可能性が大きくなる。もちろん、EVATMを導入していても、通常の会計制度で得られる数値に調整する程度が少なければ、フリー・キャッシュフローの大きさと食い違う程度が大きくなる²¹⁾。他方、自社で開発した尺度を用いている場合でも、キャッシュフローを重視したマネジメントが行われていないということではない。

前述のように、多くの場合、キャッシュフロー会計は、VBMの実施の前提となっていたり、資本コストの考慮と重なり合っている。それは、独自に株主価値経営の指標を考案した企業でも同じである。例えば、比較的早期に自社で開発した尺度を適用した松下電工では、1998年に社内分社制を導入するとともに、新しい経営管理システムを構築したが、その管理システムの基本的な考え方は、(1)キャッシュフロー重視の経営、(2)資本利益率管理、(3)連結経営管理であって、そのうちの(1)キャッシュフロー重視の経営の主要な手法としては、フリー・キャッシュフロー、松下電工での企業価値尺度であるMEPによる管理、投資基準管理の3つが挙げられている²²⁾。

しかし、実際に観察する必要がある1つのポイントは、キャッシュフローを見るということと資本コストを評価尺度に反映させるということをどのように組み合わせて管理会計システムを構築するかということである。

ソニーでは、EVAを1999年に試験的に導入し、2000年4月からはVCM(Value Creation Management)と呼ばれる全社的な管理システムのなかで本

-
- 21) Stern Stewart 社が準備している調整項目は百数十にもなるといわれているが、日本では適用されている数は少なく、多くても10項目程度であるといわれている。ある会社では、研究・開発費を繰延調整することには比較的大きな意味があるという説明があった。
- 22) 松下電工のシステムに対する筆者の最初のアクセスは、1999年1月に松下電工彦根工場で開催された日本原価計算研究学会関西部会での同社経理部の報告「社内分社制と新経営管理システム導入について」である。その後、2001年2月に同社で再びそのシステムの概要と運用状況について聞き取り調査を行った。なお、MEPとは、Matsushita-Denko Economic Profitの頭辞語である。同社の説明では、EVAとはほぼ同義であるが、部門管理に適するように投下資本の定義を変えているということである。

格的に適用し、EVAによる業績目標の設定や業績評価を通じて7つのネットワーク・カンパニーの管理を強化しているが²³⁾、同社では、それ以前から、キャッシュフローを重視した経営を行い、1980年代後半に行われたアメリカでのColumbia Pictures Entertainmentなどの大型買収もトップがDCF法を用いて評価を行ったといわれている。EVAによる管理を取り入れたのはキャッシュフローのみによる管理では不十分と考えられたためであるが、それとは別に現在でもキャッシュフローに対する管理は重要であると考えられているようである。

もちろん、キャッシュフローを見るということと資本コストを評価尺度に反映させて業績管理を行うということは相互排他的ではない。しかしながら、それらをどのように組合せて、管理会計システムあるいはマネジメント・コントロール・システムを構築するかということは各社によって異なっているように感じられる。

少し微妙な問題であり、各社の状況を正確に描写し相対的に比較することは困難なので、以下では、特別な場合を除いて社名を伏せて説明を行うことにする。

まず、第1に、前節で紹介したMannesmannのケースに見られるように、事業セグメント別のフリー・キャッシュフローを測定し、その情報を事業ポートフォリオの管理に用いるということがある。そのような会社は我々の観察ケースにも存在した。一般的に言えば、キャッシュフロー情報のすべてをそのまま開示すれば、その企業がこれから何をどのように行うかは手に取るように分かるかも知れない。それは、内部管理目的には適格的であるかも知れないが、そのような情報の開示を外部に示すことにはかなり大きな限界があ

23) カンパニー制を中心とするソニーの管理システムについては、新聞・雑誌で頻繁に紹介されているが、カンパニーに対するEVA尺度の適用と業績評価については田中(2001)を参照しているほか、2001年11月に同社の聞き取り調査でその概要についての説明を受けた。なお、このような機構改革とは別にソニー・グループ全体の連結経営をめぐるキャッシュフローの流れについては、伊藤(1999)を参照されたい。

る。他方、資本コストによって評価した結果を示せば、キャッシュフローを詳細に示さなくても、企業の内部と外部でのアカウンタビリティが高められる。そこで、どこまでキャッシュフロー情報を開示するのかということと資本コストを用いて評価した結果を示すということは、ある程度トレードオフの関係にあるかも知れない。もっとも、そのトレードオフの内容は状況によって異なるといえるだろう。

第2は、大規模な投資活動の決定はEVAのような尺度ではなく、例えばDCF法を用いてトップが行うことは十分にありうる一方で、資本コストを反映させた業績測定値によって各事業分野の管理者の意思決定をモニターしたり、その業績を評価するという状況では、トップの権限と事業管理者の権限あるいは両者の責任が変化することがある。というのは、資本コストを反映させていなかった以前の時期に比べると、資本市場での尺度（外部尺度）と結びつく業績の評価は、トップの意向をより強く反映する傾向をもたらすからである。特に、資本コストを考慮した業績の目標値（例えばEVAの年度目標値）をトップダウン的に設定する場合にその傾向が強いと思われる。もっとも、トップが目標を設定したとしても、具体的な行動の選択は事業管理者に委ねるという説明もあった。したがって、外部のステークホルダーを意識したトップによる目標伝達とミドル以下の管理者の自立的意思決定が組み合わされるということになる。なお、トップによって投資の意思決定が直接的に行われる場合、EVAなどによらないでも、キャッシュフローと資本コストを反映した意思決定は可能である。これは、トップに意思決定権限が留保されている事項とカンパニーやSBUレベルに意思決定が委譲される事項とが区別されていることからいえば、当然のことといえる。また、事業管理者は資本コストを反映した業績に責任を持つが、本社は、グループ全体のキャッシュフローに責任を持つという発言もあった。

第3に、第2点に関連することであるが、期間ごとの測定値以外に、MVAあるいはRappaportのいうSVAなどの複数期間にわたる企業価値が意思決定者に影響を及ぼすということがある。実際に、ある会社では、MVAが

下落したとすれば、それを回復することは経営者の義務であるという説明があったが、それは株主価値を強く意識するものである。ただし、その程度は会社によってかなり異なっているようにも感じられた。前節で紹介した Siemens のように MVA は直接的に管理指標とは考えないという会社も存在する一方、聞き取り調査を行った日本企業でも、アメリカの機関投資家グループによる攻撃、あるいはコングロマリット・ディスカウントの状態では外部からの攻撃があるということを意識しているような発言、あるいはコングロマリット・ディスカウントのために、自社の株価が過小評価されているという発言があった。

第4に、資本コストを反映した業績尺度を導入するより直接的で具体的な狙いについては、現場に対する価値創造意識の浸透（落とし込み）ということが挙げられる²⁴⁾。ただし、そのニュアンスには違いがある。例えば、ある会社では、業績指標を分かりやすくするということで、ROAなどの率による指標よりも価値創造額という金額による評価が意味があるという説明があったが、他の会社では、単にそれだけではなく、やはり資本コストを意識させて資産効率の改善を強化することに強い狙いがあるという説明があった。さらに、資産効率性を高めるということは、不要資産を削除するという意味と、率を高めるよりも価値創造の絶対額を重視して積極的な経営を行うという両方の説明があった。いずれの場合にも、現場への落とし込みは、トップの意向を組織に浸透させるという意味がある。

第5に、資本コストを反映した業績測定尺度と報酬システムとの結びつきであるが、すでに制度化している会社もあれば、これから検討するという会

24) 現場重視の重要性は、Martin and Petty(2000)でも指摘されているが、我々が行ったインタビュー調査でもしばしば強調された。その1例は松下電器産業である。同社は、資産管理の効率を高めるために、1999年にそれまでのROAに代えて資本コストに基づく管理(CCM: Capital Cost Management)を導入した。その意図は、現場での効率性をさらに高めるということである。もっとも、新聞紙上をにぎわす同社の組織変革から見ると、資本コストという資本市場の評価要因を反映させてより厳しい経営改善を求めたということもできよう。松下電器産業については、塘(1999)を参照。また、2000年12月に同社を訪問して聞き取り調査を行った。

社もあった。制度化している会社においても、制度が完成したということではなく、これから検討していく部分が多いということであった。

さらに、資本コストを反映した業績管理制度の導入が強いリストラを背景としている会社もあれば、それとはやや異なった取り組みとなっている会社もある。そのような背景の違いも、管理会計システムの構築に影響を及ぼしていることが感じられた。

結びに代えて

本稿の目的は、株主価値志向的なVBMを背景として、キャッシュフロー管理会計の展開を論ずることであったが、日本における適用ケースを見る限りでは、まだはっきりとした特徴が浮かび上がっているとはいえない。もちろん、内外の経営環境の変化を背景としてキャッシュフロー管理会計への関心が高まりつつあるということは明らかである。具体的には、キャッシュフローがどのような事業から生み出されるか、またどのような事業分野がキャッシュフローの投入を必要としているか、さらにフリー・キャッシュフローが存在するとき、それを株主にどのように配分すべきかといったことに対する関心が大きくなっている。これらの関心は、企業の事業活動の全体あるいは企業グループ全体に対するキャッシュフローの管理をサポートする管理会計システムの再構築の必要性を強く示唆している。

けれども、株主価値志向的なVBMにかかわる管理会計システムの構築は、それほど簡単ではない。例えば、VBMでは事業活動の現場における価値創造が強調され、特に資本コストを反映した業績測定のメトリックを用いて資本使用の効率性の改善が意図されているけれども、それらが企業全体でのキャッシュフローの管理とどのように関係づけられるのか、その全体像は必ずしも明確ではない。

また、キャッシュフローがどのような事業から生み出されるのか、またどのような事業分野がキャッシュフローの投入を必要としているのかといった情報をキャッシュフロー管理会計システムとして明らかにしていくことは当

然必要なことであるが、そのことが事業領域の業績の測定・評価にどのように結びつけられるのかということもまだ明確ではないように思われる。Mannesmann の事例に見られるように、将来の成長が予想される事業分野では、マイナスのフリー・キャッシュフローが示される一方、そのような事業分野では将来において伝統的な会計システムで測定される利益の改善が期待されている場合もある。逆に、プラスのフリー・キャッシュフローがあっても、将来の収益性の改善が見込めない事業分野は縮小・廃止される。そのような問題に対して、例えば資本コストを反映したVBMのメトリックは本当に有効なのであろうか。

現在のグローバルな経営環境のもとで株主価値志向的なVBMの展開は確かに強い説得力を持っているけれども、そのマネジメントをサポートする管理会計システムの構築にはまだ解明すべき多くの課題が存在しているように思われる。

参 考 文 献

- 伊藤邦雄『グループ連結経営』日本経済新聞社、1999年。
- 小倉 昇「日本企業における管理会計としての経済的付加価値」会計、第157巻第5号、2000年5月。
- 佐藤紘光、飯泉 清、斉藤正章『株主価値を高めるEVA経営』中央経済社、2002年。
- 田中隆雄「ソニー(株)における企業価値経営—EVA導入と新報酬システム」企業会計、第53巻第2号、2001年2月。
- 谷 武幸『事業部業績管理会計の基礎』国元書房、1983年。
- 塘 誠「EVAをしのぐか松下のCCM—株主価値重視への新しい管理手法—」旬刊 経理情報、No.894、1999年8月20日・9月1日合併号
- Boulding, K.E., Time and Investment, *Economica*, vol.III, No.10,1936.
- Copeland, T. et al., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Co., 3rd ed. 1998 (2nd ed., 1995. 伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営：キャッシュフロー経営への転換』(新版)、日本経済新聞社、1999年)。
- Dean J., *Capital Budgeting: Top Management Policy on Plant, Equipment and Product Development*, Columbia University Press, 1951.
- Esser, K., Wertorientierte Unternehmensführung bei Mannesmann, *ZfbF*, 52. Jg. Heft 2,

2000.

- Fernández P., *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, Academic Press, 2002.
- Henderson, B.D., *On Corporate Strategy*, The Boston Consulting Group, 1979. 土岐
坤訳『経営戦略の核心』ダイヤモンド社, 1981年。
- Johnson, H.T and R.S. Kaplan, *Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting*, Harvard Business School Press, 1987. 鳥居宏史訳『レバンス・ロ
スト： 管理会計の盛衰』白桃書房, 1992年。
- Lücke, W., Investitionsrechnung auf der Grundlage von Ausgaben oder Kosten? *ZfhF*, 7.
Jg. Heft7, 1955.
- Lücke, W., Die kalkulatorischen Zinsen im betrieblichen Rechnungswesen, *ZfB*, 35. Jg.
Ergänzungsheft, 1965.
- Lücke, W., (Hrsg.), *Investitionslexikon*, 2. Aufl., Verlag Franz Vahlen, 1991.
- Martin, J.D. and J.W. Petty, *Value Based Management : The Corporate Responses to the Shareholder Value Revolution*, Harvard Business School Press, 2000.
- Neubürger, H.J., Wertorientierte Unternehmensführung bei Siemens, *ZfbF*, 52. Jg. Heft 2,
2000.
- Raab, H., *Shareholder Value und Verfahren der Unternehmensbewertung: Leitmaxime für das Management*, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe 2001.
- Rappaport, A., *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, The Free
Press, 1st ed., 1986, rev. ed., 1998.
- Solomons, D.A., *Divisional Performance: Management and Control*, Financial Executives
Research Foundation, R.D. Irwin, 1965.
- Stewart, G. B.Ⅲ, *The Quest for Value: The EVA™ Management Guide*, Harper Collins,
1991. 河田 剛・長掛良介・須藤亜里訳『E V A創造の経営』東洋経済新聞社,
1998年。

(こばやし・てつお／経営学部教授／2002年10月31日受理)

Cash Flow Accounting for Management: A Note on VBM

Tetsuo KOBAYASHI

Interest for value based management (VBM) is increasing in a perspective of shareholder value. This paper explores cash flow based accounting for VBM. After having explained the metrics used in VBM, especially Shareholder Value or SVA mentioned by Rappaport and EVATM, 2 cases shown by German companies are compared. After that this paper reports some observation in a few Japanese companies. In this survey we find some impact of VBM on the management accounting systems, but there is also some difference on the use of cash flow information and capital cost for the entrepreneurial decision making and the management control.

Key words: Cash Flow Accounting, VBM, Shareholder Value, SVA, EVATM